

17 de Julio de 2015

**Raghsa S.A.**

Tal como remarcamos en *Resúmenes* previos, dentro del menú de activos locales destacamos las Obligaciones Negociables (ON) en dólares como una interesante alternativa. Determinadas compañías con buenos ratios financieros muestran atractivos rendimientos, muy por encima de otras empresas comparables a nivel regional. Metiéndonos en el segmento inmobiliario, en esta ocasión analizaremos la deuda de Raghsa, una sociedad anónima que tiene como actividad principal el desarrollo integral de proyectos inmobiliarios premium para arrendamiento.

La compañía se dedicada al desarrollo de bienes raíces con los más altos estándares de calidad. Entre los edificios construidos y ya vendidos se destacan las torres Le Park (Puerto Madero, Figueroa Alcorta, Punta del Este y la famosa torre de Palermo). Los ingresos operativos de la firma provienen del alquiler de oficinas de desarrollos propios. En el portafolio actual cuenta con oficinas en el Edificio Plaza San Martín, la torre de San Martín 344, el Madero Office y el Belgrano 955 Office. Salvo en este último finalizado recientemente, la tasa de ocupación en el resto es del 100%. Por último, la empresa está desarrollando dos modernos complejos de oficinas, el Madero Riverside que estiman finalizar durante el primer trimestre del año próximo y el Centro Empresarial Libertador que se encuentra todavía en una etapa inicial.

**Algunos números**

Como mencionamos, los ingresos de la compañía provienen del arrendamiento de oficinas. Durante el último ejercicio económico (finalizado en febrero de 2015), los ingresos por alquileres alcanzaron los \$238 millones, con un crecimiento del 45% frente al ejercicio anterior. Debido al aumento en el precio del alquiler promedio y

a la mayor cantidad de unidades para arrendar, los ingresos presentan una dinámica creciente en el último tiempo. Los resultados operativos considerando únicamente las ganancias por alquileres cerraron el ejercicio en \$98 millones.

Por otro lado, los resultados operativos totales también incluyen las ganancias por revaluación de sus propiedades. En el último ejercicio este concepto implicó resultados positivos por casi \$2.500 millones de pesos, lo que permitió un gran salto (+374% interanual) en la ganancia neta para los accionistas.

Vale remarcar que las propiedades se miden inicialmente al costo en su etapa de desarrollo, para luego valuarse a un precio de mercado determinado por un valuator externo independiente. Estas ganancias obviamente son devengadas hasta que efectivamente se produzca la venta y en el último balance se vieron reflejadas en los resultados no asignados y en las reservas voluntarias, lo que permitió un salto en el patrimonio neto del 140%.

	2014	2013	Variación	2012	2011
Ingresos por alquileres	\$ 238	\$ 164	45%	\$ 129	\$ 110
Costos por alquileres	\$ -10	\$ -12	-17%	\$ -8	\$ -17
Resultado Neto por alquileres	\$ 228	\$ 153	49%	\$ 120	\$ 94
Ingresos por ventas	\$ 3	-	-	\$ 9	\$ 31
Costos por ventas	\$ -2	-	-	\$ -7	\$ -25
Resultado Neto por ventas	\$ 1	-	-	\$ 2	\$ 6
Ganancia Bruta	\$ 229	\$ 153	50%	\$ 122	\$ 99
Gastos Operativos	\$ -131	\$ -39	235%	\$ -39	\$ -31
Ganancia Operativa sin revaluaciones	\$ 98	\$ 114	-14%	\$ 83	\$ 69
Ganancias por revaluación y vtas de prop. de inversión	\$ 2.537	\$ 626	305%	\$ 185	\$ 70
Ganancia Operativa con revaluaciones	\$ 2.634	\$ 739	256%	\$ 268	\$ 138
Ingresos financieros Netos	\$ -60	\$ -235	-75%	\$ -73	\$ -35
Ganancia antes de impuestos	\$ 2.574	\$ 504	411%	\$ 195	\$ 104
Ganancia Neta	\$ 1.728	\$ 365	374%	\$ 130	\$ 66

En millones de pesos

Fuente: Elaboración propia en base a datos del último balance.

**Endeudamiento**

El pasivo total de la empresa alcanzó los \$2.305 millones, en un buen porcentaje explicado por las ONs emitidas en el 2011 por un total de U\$100 millones. Esta deuda tiene un cupón del 8,5% anual, implicando el pago

de intereses de U\$8,5 millones. Considerando solamente los ingresos operativos producto del alquiler de oficinas, sin considerar ventas ni ganancias por revaluación, este permite cubrir aproximadamente 3 veces el monto de intereses. El nivel de apalancamiento (deuda/Activos a valor de mercado) de la compañía también es reducido, por debajo de 0,3.

Por otra parte, vale remarcar que al ser un segmento de negocios íntegramente dolarizado, tanto el valor de sus propiedades como las entradas por alquileres actúan como una cobertura natural frente a sus pasivos en dólares.

Las ONs emitidas en 2011 amortizan en dos cuotas iguales en 2016 y 2017. Para extender la duration promedio de su pasivo, en las últimas semanas la compañía ofreció un canje voluntario. Este consistió en un canje de 1x1 más el pago en efectivo de los intereses corridos, con nuevas obligaciones negociables emitidas con un cupón idéntico del 8,5% pero con amortización del capital del 50% en el 2020 y del otro 50% en 2021.

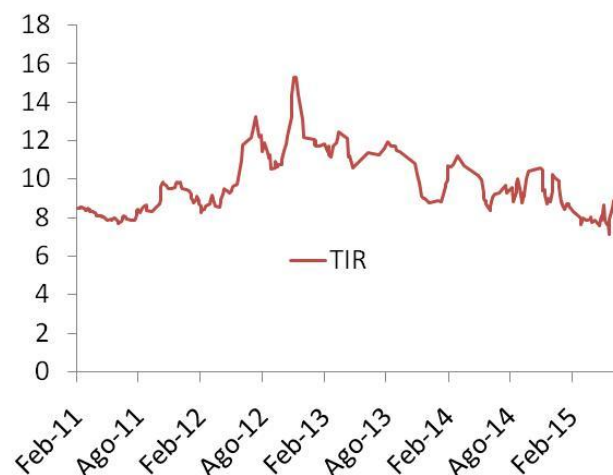
La adhesión al canje superó el 57%, por encima del piso del 50% necesario para efectuar la operación. Con lo cual, en adelante con la nueva estructura de la deuda la empresa deberá amortizar U\$21 millones en 2016 y otros en 2017, más U\$28,9 millones en 2020 e idéntico monto en 2021. Si bien son valores importantes, vale remarcar que en su último balance la compañía mostraba activos fácilmente realizables, sin considerar las propiedades. En su cartera de activos financieros incluía 19.000.000 nominales de Bonar 2017 (U\$19 millones a precios de mercado), 20.000.000 nominales de Bonad 2016 (U\$14 millones) y 125.000 acciones de YPF (U\$3,3 millones).

La empresa muestra una alentadora posición financiera y vale destacar que en nuestro análisis no estamos considerando el potencial

aumento de caja producto de la futura venta de oficinas.

Resumiendo, las ON de ciertas compañías locales con sólidos ratios financieros brindan buenas oportunidades para incluir en una cartera diversificada. El buen rendimiento se debe principalmente a que estas incorporan el riesgo país argentino. La relación TIR/Duration luce muy atractiva en la coyuntura global actual (la ON 2021 todavía no cotizó).

ISIN	Vencimiento	Cupón	Amortización	Monto en Circulación	TIR	Duration
US750645AA17	16/02/2017	8,5%, el 16/2 y el 16/8	50% el 16/2/16 y 50% el 16/2/17	\$ 42.112.000	8,00%	1,25
USP79849AB41	10/07/2021	8,5%, el 10/1 y el 10/7	50% el 10/7/20 y 50% el 10/7/21	\$ 57.888.000	sin cotiz	sin cotiz



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe